

密尔克卫 (603713.SH)

短期受到外部干扰，静待成长穿越周期

买入

核心观点

密尔克卫披露 2023 年一季报。2023 年一季度，公司实现营收 23.49 亿元（-23.21%），归母净利润 1.07 亿元（-19.61%），扣非归母净利润 1.02 亿元（-21.64%）。

海运运价影响业绩表现。上海集装箱运价指数 SCFI 自 2022 年下半年起开始剧烈调整，海运运价难以避免地会对公司营收与利润造成影响。国际海运价格对公司的影响可能存在滞后性，我们认为运价对公司冲击最大的时刻或为今年的一季度。此外，疫情带来的下游开工率下降或也对公司一季度业绩造成不利影响。

毛利率同比提升，毛利额同比下滑 11%，略好与归母净利润趋势。公司一季度单季毛利率 11.24%，同比去年提升 1.57 个百分点，但环比下滑 0.4 个百分点，我们认为毛利率的波动主要是受到进出口板块影响，公司核心基本盘仓储、运输等重资产板块的稳定性较强。

国际化进展有条不紊。2023 年 4 月，公司完成了对 STORE+DELIVER+LOGISTICS PTE LTD 100%股权收购的第一二期款项的支付，标的位于新加坡，交易对价 2200 万新元。标的公司位于新加坡裕廊岛，拥有新加坡政府认证的危险化学品仓储设施。同时公司 GDR 发行事项已于 Q1 获得瑞士交易所批准，若海外融资事项进行顺利，也有利于公司的国际化拓展。

扩张步履迅速，内生与外延投入有望为中期业绩提供支撑。内生方面，公司 22 年三、四季度分别完成上海奉贤、福建福州、山东青岛、内蒙古合计超过 16 万平方米（土地出让面积）的土地招拍。外延并购方面，公司 9 月完成 2.5 亿收购南京久帝化工 70%股权的交割，进一步提高在国内特种化工品、特种材料经销领域的优势。10 月完成对集惠瑞曼迪斯 100%股权的收购，标志着公司在环保危废处理方面的业务进入上海市场，进一步完成对化工企业服务闭环能力的打造。

风险提示：国际宏观环境低于预期；公司业务拓展低于预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑 2022 年公司分销业务的进展受到疫情影响，部分工作延后，我们认为同比压力最大的时间段为今年的上半年，我们将公司 2023-2025 年 8.1、11.0、14.4 亿的盈利预测下调至 7.5、10.1、13.3 亿，公司成长性仍然可观。当前公司市值对应 2023 年估值较低，仅为 21.5 倍，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,645	11,576	13,633	17,784	23,292
(+/-%)	152.3%	33.9%	17.8%	30.4%	31.0%
净利润(百万元)	432	605	752.43	1014.21	1331.55
(+/-%)	49.7%	40.2%	24.3%	34.8%	31.3%
每股收益(元)	2.63	3.68	4.58	6.17	8.10
EBIT Margin	6.7%	7.1%	7.3%	7.4%	7.4%
净资产收益率 (ROE)	13.7%	16.0%	17.2%	19.6%	21.4%
市盈率 (PE)	37.4	26.7	21.5	15.9	12.1
EV/EBITDA	28.5	22.2	20.2	16.8	14.2
市净率 (PB)	5.12	4.26	3.68	3.12	2.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	98.20 元
总市值/流通市值	16143/16061 百万元
52 周最高价/最低价	153.88/96.60 元
近 3 个月日均成交额	133.13 百万元

市场走势



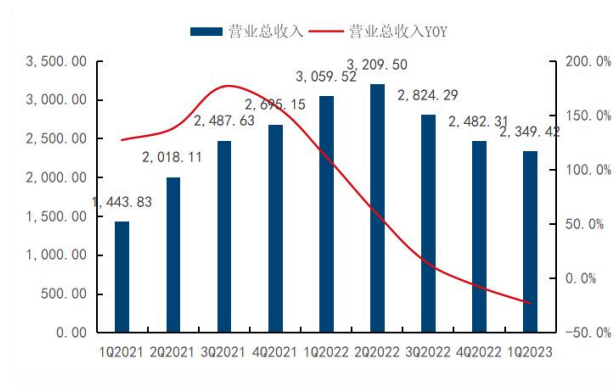
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《密尔克卫 (603713.SH) - 外部因素冲击 Q4 业绩，全年仍旧维持高增》——2023-03-22
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 利润率持续提升，抗风险能力优异》——2022-10-25
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 业绩处于预告上沿，下半年成长继续加速》——2022-07-27
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 逆境中再创佳绩，有望新一轮高增》——2022-07-12
- 《密尔克卫 (603713.SH) - 龙头化工服务商，继续看好长期价值》——2022-06-19

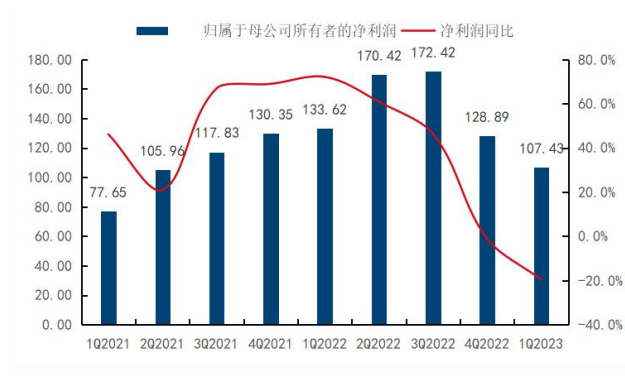
密尔克卫披露 2023 年一季报。2023 年一季度，公司实现营收 23.49 亿元（-23.21%），归母净利润 1.07 亿元（-19.61%），扣非归母净利润 1.02 亿元（-21.64%）。

图1：密尔克卫单季度营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：密尔克卫单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海运运价影响业绩表现。上海集装箱运价指数 SCFI 自 2022 年下半年起开始剧烈调整，3Q22、4Q22、1Q23 均值分别为 3279、1399、969，其中 1Q23 同比去年同期下滑幅度 80%（1Q22 均值 4851），国际海运运价难以避免地会对公司营收与利润造成影响。由于货代业务属于收入体量较大、利润率较低的业务，该板块对公司收入指标影响较大。由于国际海运价格对公司的影响可能存在滞后性，我们认为运价对公司产生最不利影响的时刻或为今年的一季度。此外，疫情带来的下游开工率下降或也对公司一季度业绩造成不利影响。

毛利率同比提升，毛利额同比下滑 11%，略好与归母净利润趋势。公司一季度单季毛利率 11.24%，同比去年提升 1.57 个百分点，但环比下滑 0.4 个百分点，我们认为毛利率的波动主要是受到进出口板块影响，公司核心基本盘仓储、运输等重资产板块的稳定性较强。

国际化进展有条不紊。2023 年 4 月，公司完成了对 STORE+DELIVER+LOGISTICS PTE LTD 100%股权收购的第一二期款项的支付，标的位于新加坡，交易对价 2200 万新元。标的公司位于新加坡裕廊岛，拥有新加坡政府认证的危险化学品仓储设施，本次收购有助于公司将业务拓展，为公司将来亚洲区域的业务探索打下坚实基础。同时公司 GDR 发行事项已于 Q1 获得瑞士交易所批准，若海外融资事项进行顺利，也有利于公司的国际化拓展。

扩张步履迅速，内生与外延投入有望为中期业绩提供支撑。22 年下半年，公司继续稳扎稳打，扩展能力圈。内生方面，公司三、四季度分别完成上海奉贤、福建福州、山东青岛、内蒙古合计超过 16 万平方米（土地出让面积）的土地招拍，我们预计以上地块将为公司未来的中期业绩提供有力支撑。

外延并购方面，公司 9 月完成 2.5 亿收购南京久帝化工 70%股权的交割，进一步提高在国内特种化工品、特种材料经销领域的优势，为汽车、电子、新能源、纺织、皮革、工业应用等领域客户提供更好的产品和技术解决方案。南京久帝是陶氏、杜邦、东曹等化工巨头在华的主要经销商，21 年营收 5.6 亿。10 月完成对集惠瑞曼迪斯 100%股权的收购，标志着公司在环保危废处理方面的业务进入上海市场，进一步完成对化工企业服务闭环能力的打造。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑 2022 年公司分销业务的进展受到疫情影响，部分工作延后，我们认为同比压力最大的时间段为今年的上半年，我们将公司 2023-2025 年 8.1、11.0、14.4 亿的盈利预测下调至 7.5、10.1、13.3 亿，公司成长性仍然可观。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应 2023 年估值较低，仅为 21.5 倍，维持买入评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	638	1277	3010	3859	5052	营业收入	8645	11576	13633	17784	23292
应收款项	2754	2878	3362	4872	6381	营业成本	7758	10316	12108	15810	20764
存货净额	78	266	172	225	296	营业税金及附加	19	21	41	53	70
其他流动资产	602	648	954	1334	1560	销售费用	94	124	136	160	210
流动资产合计	4454	5519	7498	10290	13290	管理费用	198	298	383	469	558
固定资产	1368	1763	1786	1889	1876	财务费用	54	55	82	80	93
无形资产及其他	559	839	806	872	939	投资收益	12	3	20	15	15
投资性房地产	892	1390	1390	1390	1390	资产减值及公允价值变动	13	42	(15)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	(0)	(0)	其他收入	(18)	(99)	34	34	34
资产总计	7273	9511	11478	14440	17494	营业利润	530	709	921	1244	1632
短期借款及交易性金融负债	895	1546	898	1113	1186	营业外净收支	(2)	20	15	18	25
应付款项	1248	925	2112	3223	4241	利润总额	528	729	936	1262	1657
其他流动负债	1136	1247	1873	2442	3206	所得税费用	92	105	169	227	298
流动负债合计	3279	3718	4884	6778	8632	少数股东损益	4	18	15	21	27
长期借款及应付债券	525	1543	1643	1793	1943	归属于母公司净利润	432	605	752	1014	1332
其他长期负债	249	356	450	558	559						
长期负债合计	774	1899	2092	2350	2502	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4053	5617	6976	9129	11134	净利润	432	605	752	1014	1332
少数股东权益	67	105	116	132	152	资产减值准备	9	28	16	4	1
股东权益	3153	3789	4386	5180	6209	折旧摊销	132	164	179	212	230
负债和股东权益总计	7273	9511	11478	14440	17494	公允价值变动损失	(13)	(42)	15	15	15
						财务费用	54	55	82	80	93
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(923)	(933)	1228	(151)	(24)
每股收益	2.63	3.68	4.58	6.17	8.10	其它	(6)	(14)	(5)	12	19
每股红利	0.49	0.95	0.94	1.34	1.84	经营活动现金流	(369)	(192)	2186	1105	1573
每股净资产	19.17	23.05	26.68	31.51	37.77	资本开支	0	(611)	(200)	(400)	(300)
ROIC	15%	13%	15%	23%	28%	其它投资现金流	(366)	(67)	449	0	0
ROE	14%	16%	17%	20%	21%	投资活动现金流	(366)	(678)	249	(400)	(300)
毛利率	10%	11%	11%	11%	11%	权益性融资	(4)	31	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	341	183	100	150	150
EBITDA Margin	8%	8%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(81)	(157)	(155)	(220)	(303)
收入增长	152%	34%	18%	30%	31%	其它融资现金流	731	1427	(648)	215	73
净利润增长率	50%	40%	24%	35%	31%	融资活动现金流	1247	1509	(703)	144	(80)
资产负债率	57%	60%	62%	64%	65%	现金净变动	512	639	1732	850	1193
息率	0.5%	1.0%	1.0%	1.4%	1.9%	货币资金的期初余额	126	638	1277	3010	3859
P/E	37.4	26.7	21.5	15.9	12.1	货币资金的期末余额	638	1277	3010	3859	5052
P/B	5.1	4.3	3.7	3.1	2.6	企业自由现金流	0	(681)	2026	746	1321
EV/EBITDA	28.5	22.2	20.2	16.8	14.2	权益自由现金流	0	929	1411	1046	1467

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032